

Política de Inversión

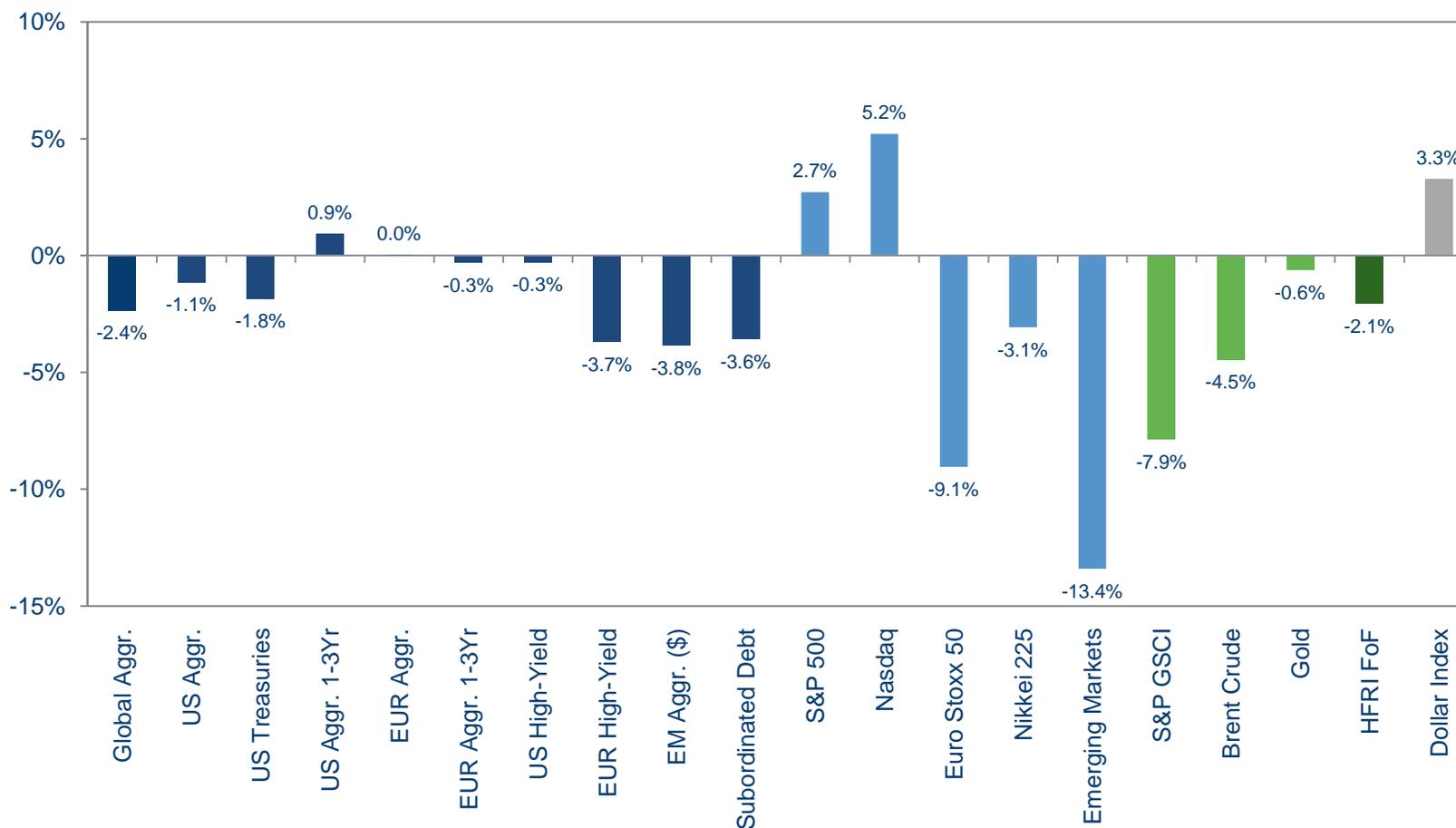
Diciembre 2018



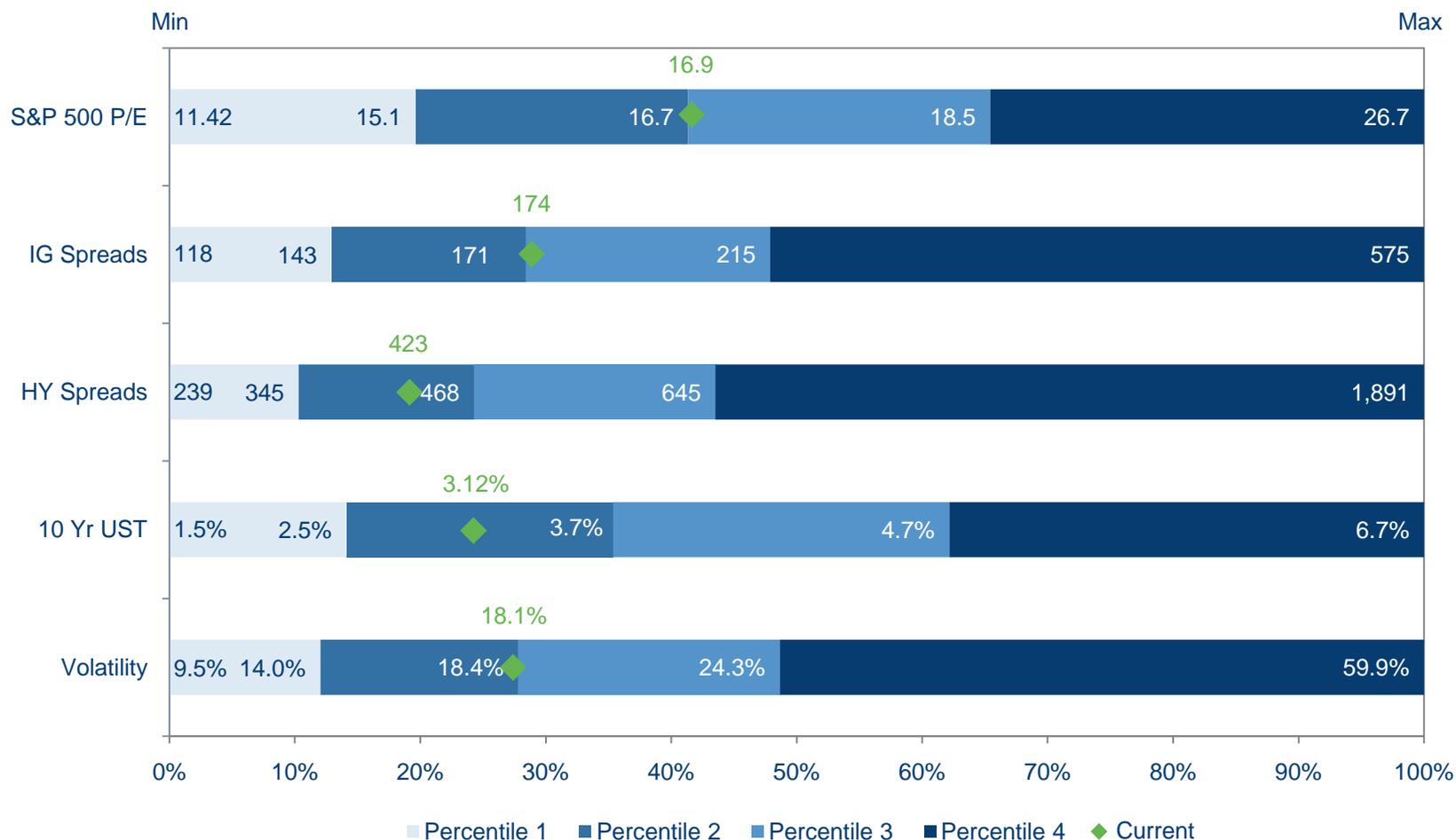
- A medida que nos acercamos al final del año, la **mayoría de las clases de activos presentan un rendimiento negativo**. Las únicas **excepciones** son las acciones **americanas y los bonos corporativos a corto plazo en dólares** estadounidenses, que a duras penas se encuentran en territorio positivo. Este mal resultado refleja la preocupación de los inversores acerca de la **retirada progresiva del estímulo monetario**, así como la **duración extraordinaria de la actual expansión económica** en los Estados Unidos, que pronto se convertirá en el ciclo más largo jamás registrado
- Los inversores han estado **calibrando**, de forma alternativa, tanto los **tipos de interés más altos** debido a la robustez de un economía que se acerca a su capacidad máxima, como **el riesgo de una desaceleración económica** causada por el endurecimiento de las condiciones financieras, un impacto menguante del estímulo fiscal en los EE.UU., y una posible guerra comercial
- Sin embargo, desde una **perspectiva de valoración**, las correcciones recientes tanto en los mercados de acciones como de crédito, ofrecen uno de los **puntos de entrada más atractivos** de los últimos dos años. Obviamente, estas valoraciones dependen de que las compañías cumplan con sus proyecciones de ganancias corporativas. Las valoraciones baratas pueden volverse caras si, como sucede cuando el ciclo económico gira, las ganancias corporativas disminuyen considerablemente
- Hasta ahora, los **datos macroeconómicos no presentan ningún signo visible de recesión en los EE.UU.**, sin embargo, el mercado de bonos parece estar valorando una probabilidad cada vez mayor de una desaceleración de la actividad económica. Esto se revela tanto por la forma actual de la curva de tipos como por la ampliación de los diferenciales corporativos
- Para el año venidero, la interacción entre los **"datos duros"** económicos (desempleo, ganancias, inflación, etc.) y los **"datos blandos"** (indicadores de confianza y sentimiento) será determinante tanto en el camino a seguir por la Reserva Federal así como para la fe de los inversores en una continuación del ciclo económico actual. Ante esta coyuntura, continuamos abogando por un **enfoque conservador**, favoreciendo acciones y bonos de calidad, vencimientos cortos y la compra de seguros de cartera

	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, aunque esto es menos probable con el estímulo fiscal en los EE. UU., Mientras que los TIPS ofrecen protección contra el aumento de la inflación como consecuencia de las políticas de reflación
	Crédito US	+	Tanto deuda corporativa como High Yield actualmente ofrecen la mejor combinación de riesgo y rentabilidad. Preferimos los vencimientos a mediano plazo ya que la curva de rendimiento se ha aplanado considerablemente y hay un poco de prima a plazo para compensar el riesgo de tasa de interés
	Soberanos EU	-	La deuda de alta calidad en euros presenta una combinación muy poco atractiva de riesgo/ rentabilidad, ya que los rendimientos actuales ofrecen muy poco colchón para amortiguar un posibles aumento de los tipos de interés
	Crédito EU	=	En el crédito europeo solo vemos valor en deuda subordinada, valores respaldados por activos y High Yield de corta duración
	Emergentes	-	Evitamos los mercados emergentes hasta que haya más claridad sobre la nueva política comercial de la administración de EE. UU., y el mercado calibra los efectos de un dólar más fuerte y los mayores costes de financiación
Renta Variable	US	+	Tras las recientes correcciones experimentadas, las valoraciones de renta variable americana han mejorado substancialmente . Hemos incrementado por tanto nuestra exposición al mercado de EE. UU. a través de empresas de crecimiento de calidad
	Europa	=	Desde una perspectiva de valoración relativa, nos gustan las acciones europeas, ya que cotizan con múltiplos más bajos, y esperamos que los beneficios empresariales repunten a medida que la actividad económica se acelere
	Japón	+	Las acciones japonesas son las más baratas de entre los mercados desarrollados, pero han sufrido recientemente debido al lento crecimiento y las preocupaciones sobre el comercio mundial
	Emergentes	+	Creemos que la corrección sufrida por los mercados emergentes ha sido excesiva y seguimos favoreciendo India y Frontier Markets
	Sectores/ Temáticos	+	Entre otros, favorecemos biotecnología y el inmobiliario cotizado
Inversiones Alternativas	Hedge Funds	-	Los fondos de cobertura multi-estrategia/ multi-gestor con liquidez diaria están teniendo un desempeño decepcionante, particularmente si se comparan con otras alternativas de bajo riesgo como la deuda corporativa a corto
	Materias Primas	=	La exposición a materias primas, nos ayudan a aumentar la diversificación y proteger las carteras frente a un escenario de aumento de la inflación
	Private Equity	=	Invertir en las ultimas fases de Private Equity proporciona acceso a la clase de activos , aportando cierta liquidez

Vista atrás en un año difícil



- Con el **aumento de los tipos de interés** y la **ampliación de los diferenciales**, la mayoría de las áreas de renta fija tuvieron un desempeño negativo. Solo las **partes más cortas de la curva** de tipos ofrecieron rendimientos positivos.
- Los mercados de **acciones**, una vez más, mostraron una **divergencia entre los Estados Unidos y el resto** del mundo.
- Las **materias primas** y el **oro** sufrieron por subida de las **tasas de interés reales** y un dólar estadounidense más fuerte



- Desde una perspectiva de **valoración**, la **supresión de la volatilidad** generada por los bancos centrales desde la crisis financiera aún se puede sentir en una serie de indicadores, como los **diferenciales corporativos**
- Solo los mercados de **renta variable** parecen tener una **valoración más atractiva**, especialmente **si las bajas tasas de interés no vuelven a su valor histórico** como consecuencia de factores estructurales (demografía, globalización y disrupción tecnológica)

Los bajos tipos de interés distorsionan las valoraciones



- Los inversores han estado **calibrando**, de forma alternativa, tanto unos **tipos de interés más altos** debido a la robustez de un economía que se acerca a su capacidad máxima, como **el riesgo de una desaceleración económica**
- En esta interacción, los datos de **beneficios** empresariales, **inflación** y **crecimiento** serán clave para determinar la dirección futura de los mercados de valores.

¿Dónde está el tipo de interés neutral?

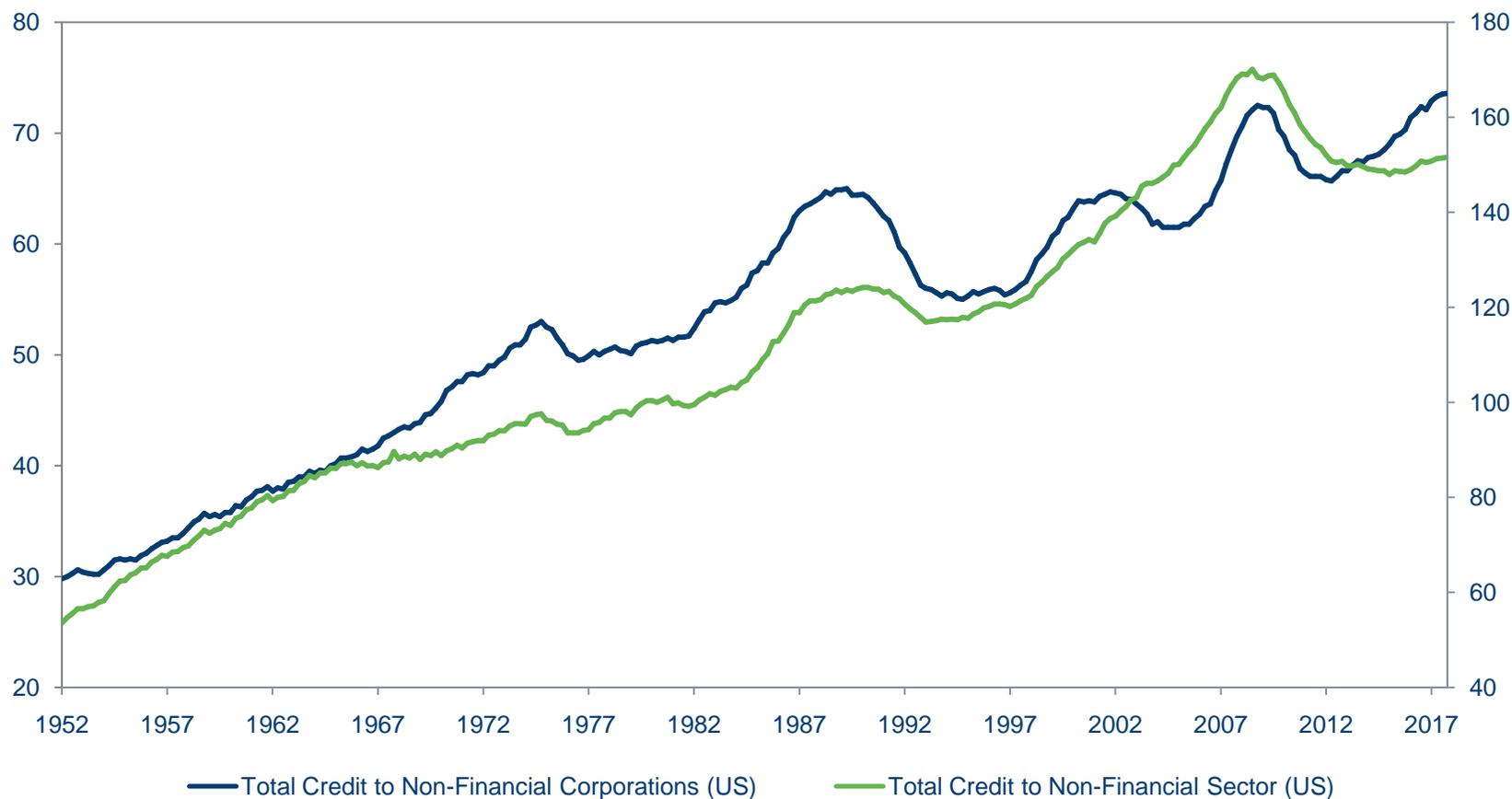


- Las **condiciones financieras** se han ajustado a niveles cercanos a su **promedio histórico**, a pesar de los niveles todavía **bajos de los tipos de interés** desde una perspectiva histórica
- Esto **complica aún más la tarea de la Reserva Federal**, ya que el riesgo de un **error de política monetaria** ha aumentado considerablemente desde el inicio del proceso de normalización en 2015

Surgen las primeras grietas en el crédito

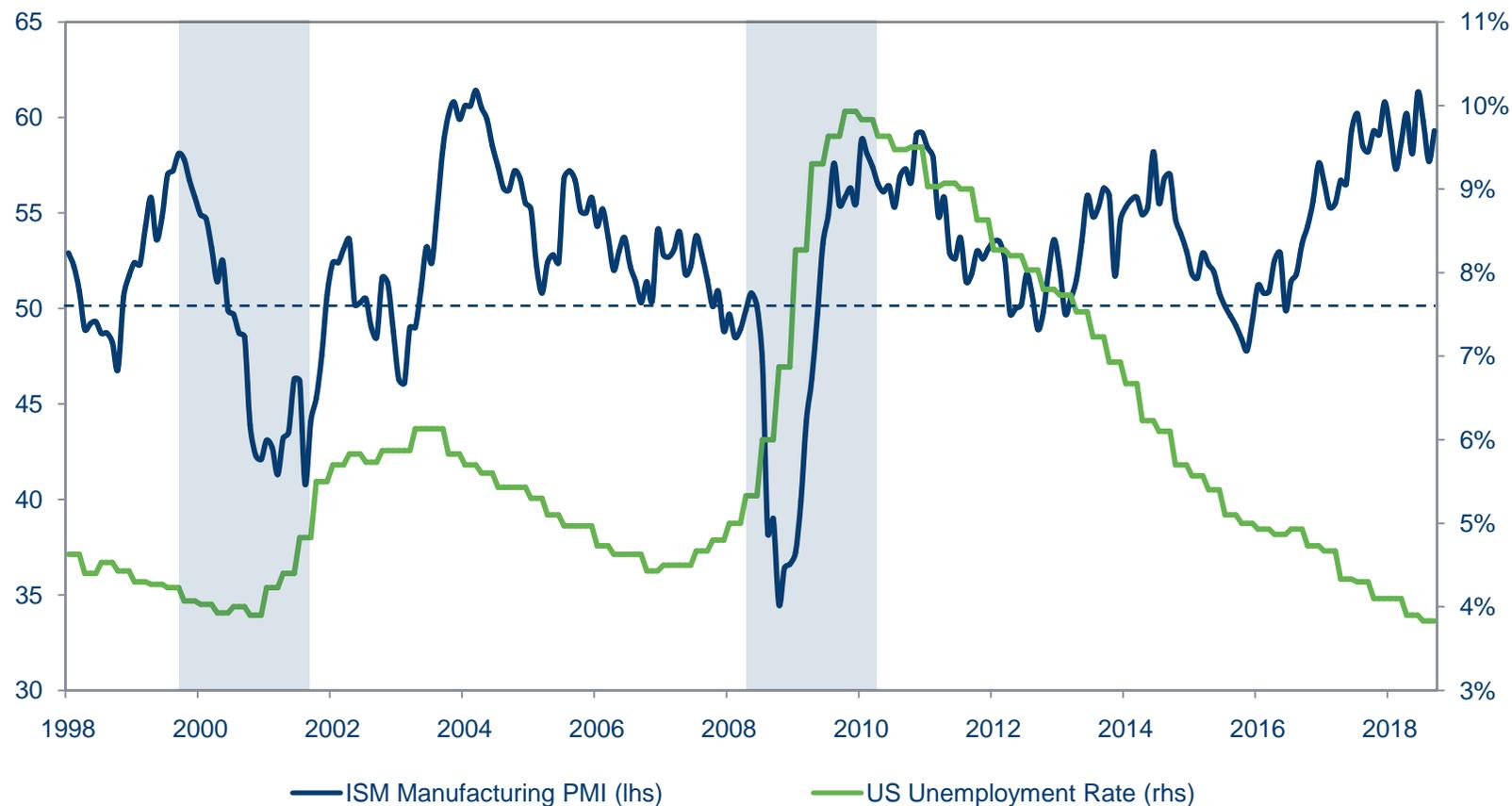


- Los **diferenciales de crédito** de EE.UU., que se han mantenido **relativamente inmunes a los episodios de volatilidad** del mercado de valores, se han ampliado significativamente en el mes de **noviembre**. El high yield europeo ha tenido un desempeño significativamente peor, y los diferenciales se están acercando a **niveles cercanos a la mini-crisis de 2015**
- Como consideramos que los mercados de crédito son uno de los mejores **indicadores adelantados de una recesión**, este es un indicador a monitorear más de cerca en el futuro



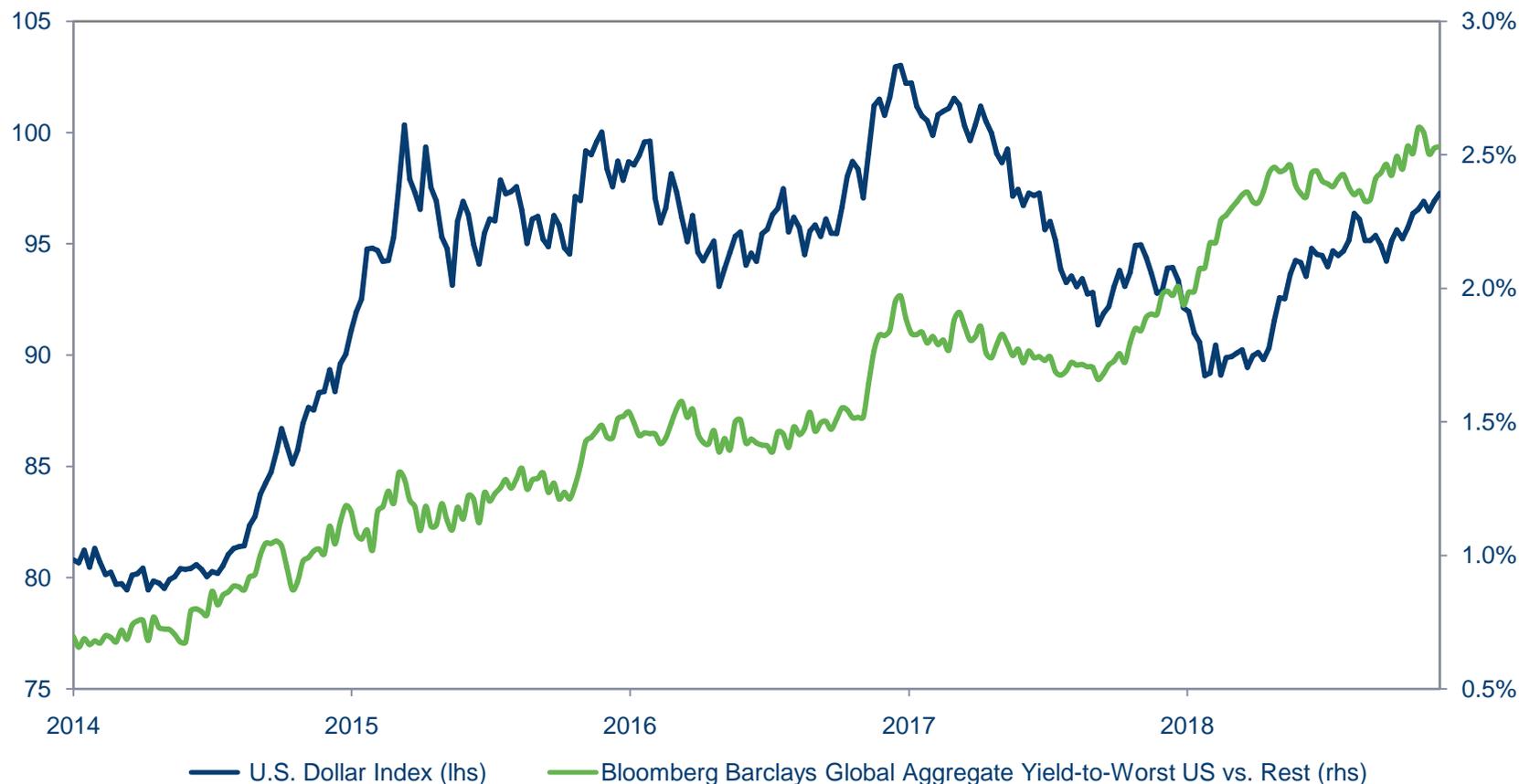
- Las preocupaciones sobre los mercados de crédito se agravan debido al **aumento del apalancamiento financiero** experimentado por el sector corporativo en los Estados Unidos desde la crisis financiera.
- Sin embargo, la **capacidad de pago de la deuda** es relativamente amplia en los niveles actuales de tipos de interés, y no hay un **"muro de vencimiento de la deuda"** inmediato que deba refinanciarse

Sin signos de recesión, pero los giros son bruscos



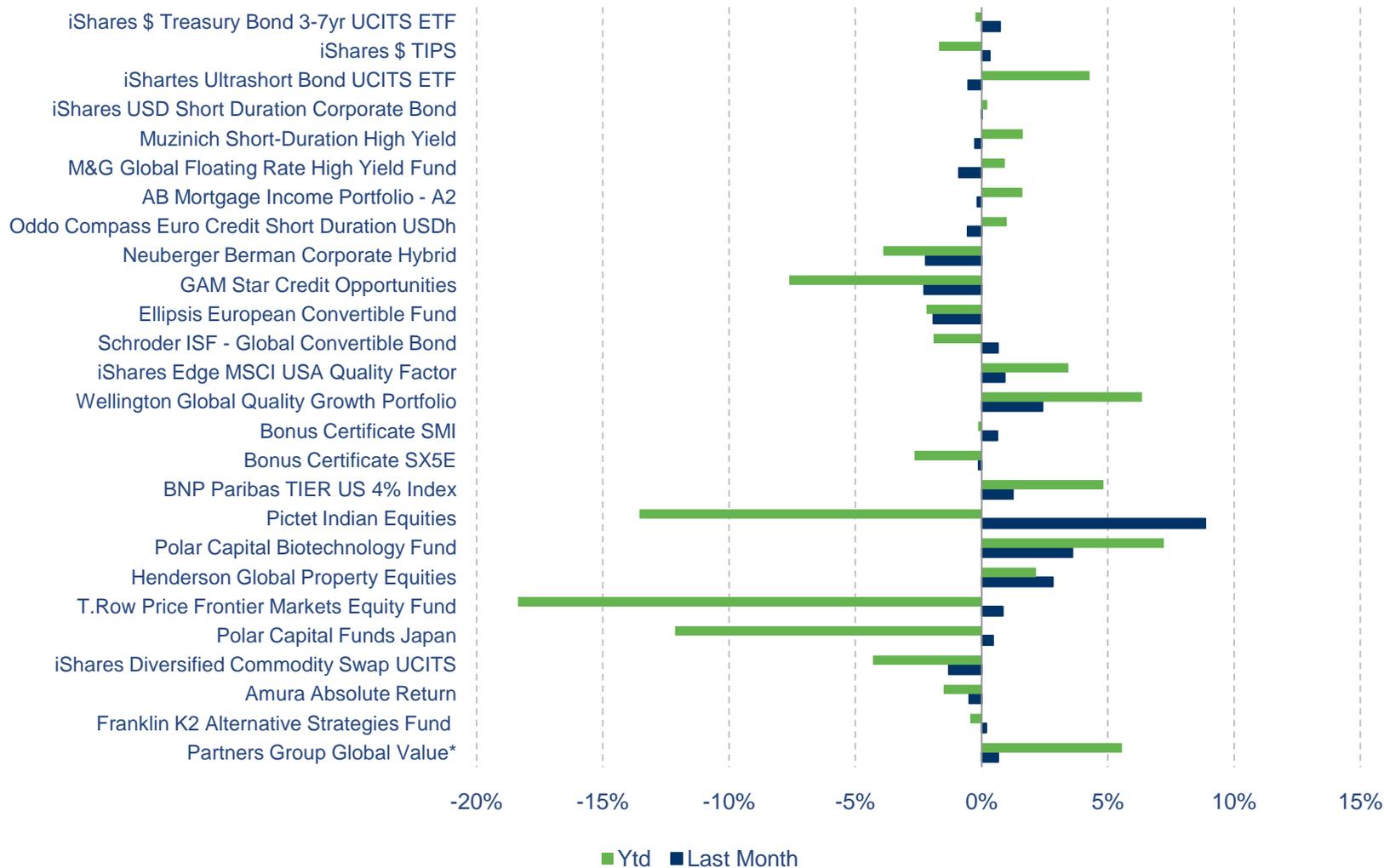
- A pesar de la inquietud observada en los mercados de crédito, los principales **indicadores adelantados** continúan apuntando a una **continuación de la expansión económica actual**
- Sin embargo, es importante ser cauteloso y estar atento, ya que **el deterioro de las condiciones económicas puede ser muy repentino**

El dólar permanecerá fuerte



- Mientras los bonos denominados en dólares sigan **rindiendo significativamente** más que los de las principales monedas desarrolladas, el dólar estadounidense seguirá estando fuerte
- Aunque una gran parte del aumento en los diferenciales de tasas de interés **se puso en precio al inicio del proceso de normalización de la Reserva Federal**, este último se ha vuelto más pronunciado de lo que inicialmente anticipó el mercado

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg a 1 de diciembre de 2018
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

	Escenario 1 Recesión por accidente	Escenario 2 Goldilocks	Escenario 3 Nuevo régimen
Causas	<ul style="list-style-type: none"> Una desaceleración económica mundial causada por accidentes políticos o errores de política monetaria Escenario deflacionista debido a una combinación de bajo crecimiento y factores estructurales La Fed tendrá que revertir el rumbo, lo que sería complicado si la inflación aumenta 	<ul style="list-style-type: none"> El estímulo fiscal en EE.UU. proporciona un impulso a corto plazo a la economía mundial, pero no lo suficiente como para lograr una trayectoria de mayor crecimiento La inflación se recupera, pero continúa moderada a nivel mundial debido a factores estructurales (demografía, endeudamiento) La Fed continuará su camino de normalización 	<ul style="list-style-type: none"> Las preocupaciones sobre el crecimiento se disipan y la actividad económica se acelera en EE. UU., Europa y Japón La inflación en EE. UU. aumenta, como consecuencia del estímulo fiscal del presidente Trump La Fed tendrá que acelerar el ritmo de los aumentos de tasas y/o reducción del balance
Impacto de mercado	<ul style="list-style-type: none"> Corrección en el crédito debido a un aumento en los impagos y una ampliación de los diferenciales corporativos Corrección en acciones debido a menores ganancias, aunque las tasas bajas ofrecerán apoyo Bonos de alta calidad beneficiados debido a la fuga hacia la calidad y la continuación de una política monetaria ultra-laxa Dólar neutral a débil, ya que la fuga hacia la calidad se compensa con bajas tasas de interés. Caída en las materias primas 	<ul style="list-style-type: none"> Las acciones se aprecian moderadamente, con Europa y Japón teniendo más recorrido que la bolsa americana Los diferenciales de crédito se mantienen estables a medida que el ciclo de crédito se alarga Los bonos soberanos sufren a medida que la política monetaria se normaliza progresivamente El dólar se aprecia moderadamente debido al diferencial de tipos positivo. Los precios de las materias primas aumentarán en el corto plazo 	<ul style="list-style-type: none"> El impacto en la renta variable dependerá de cuánto se mantenga el crecimiento económico real y cuán acomodaticia se mantenga la Fed Los bonos de calidad sufrirán fuertes pérdidas debido al alza de tipos El crédito corporativo corregirá moderadamente si la inflación se combina con un mayor crecimiento El USD se apreciará, en particular frente a las monedas frente a la deflación. Las materias primas se beneficiarán de una mayor inflación
Probabilidad	40%	30%	30%

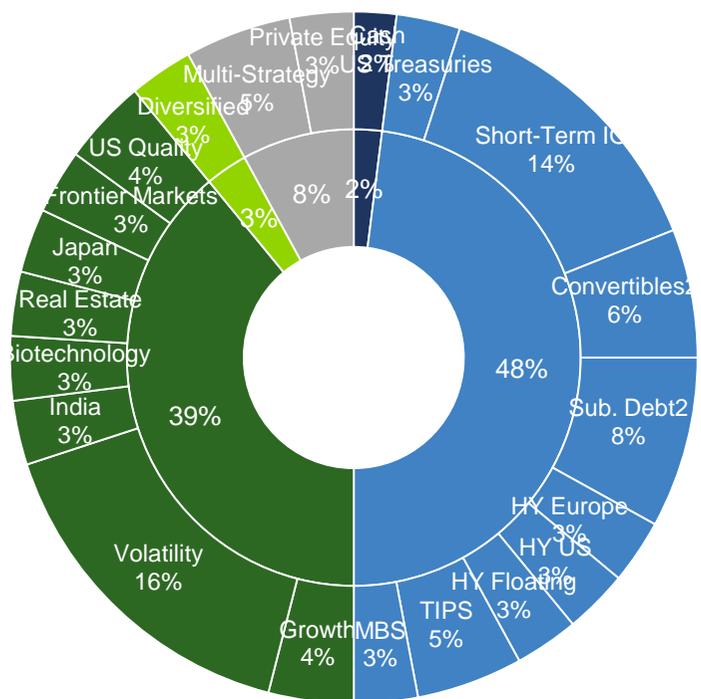
Catalizadores a corto plazo

Estímulo fiscal en EE.UU., mejoría en datos macro a escala global, disminución de las tensiones geopolíticas

Otros riesgos

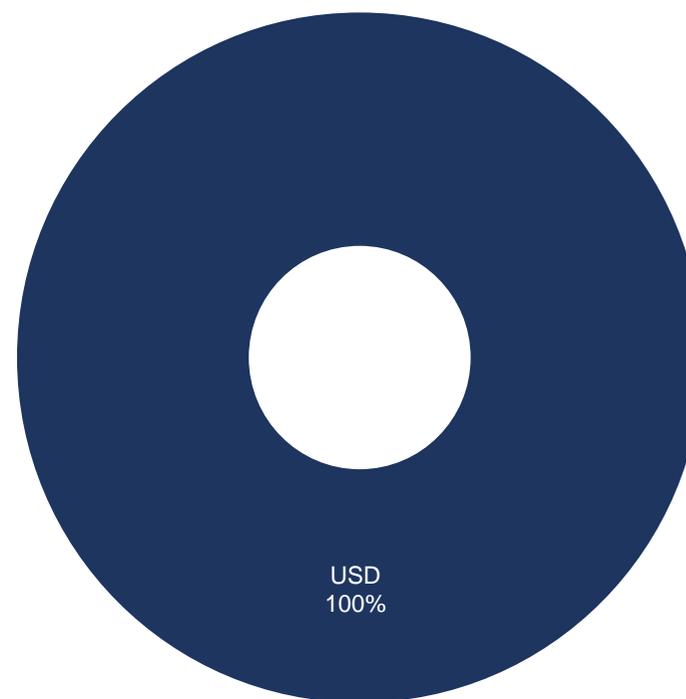
Guerra comercial, proliferación de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo

Asignación activos

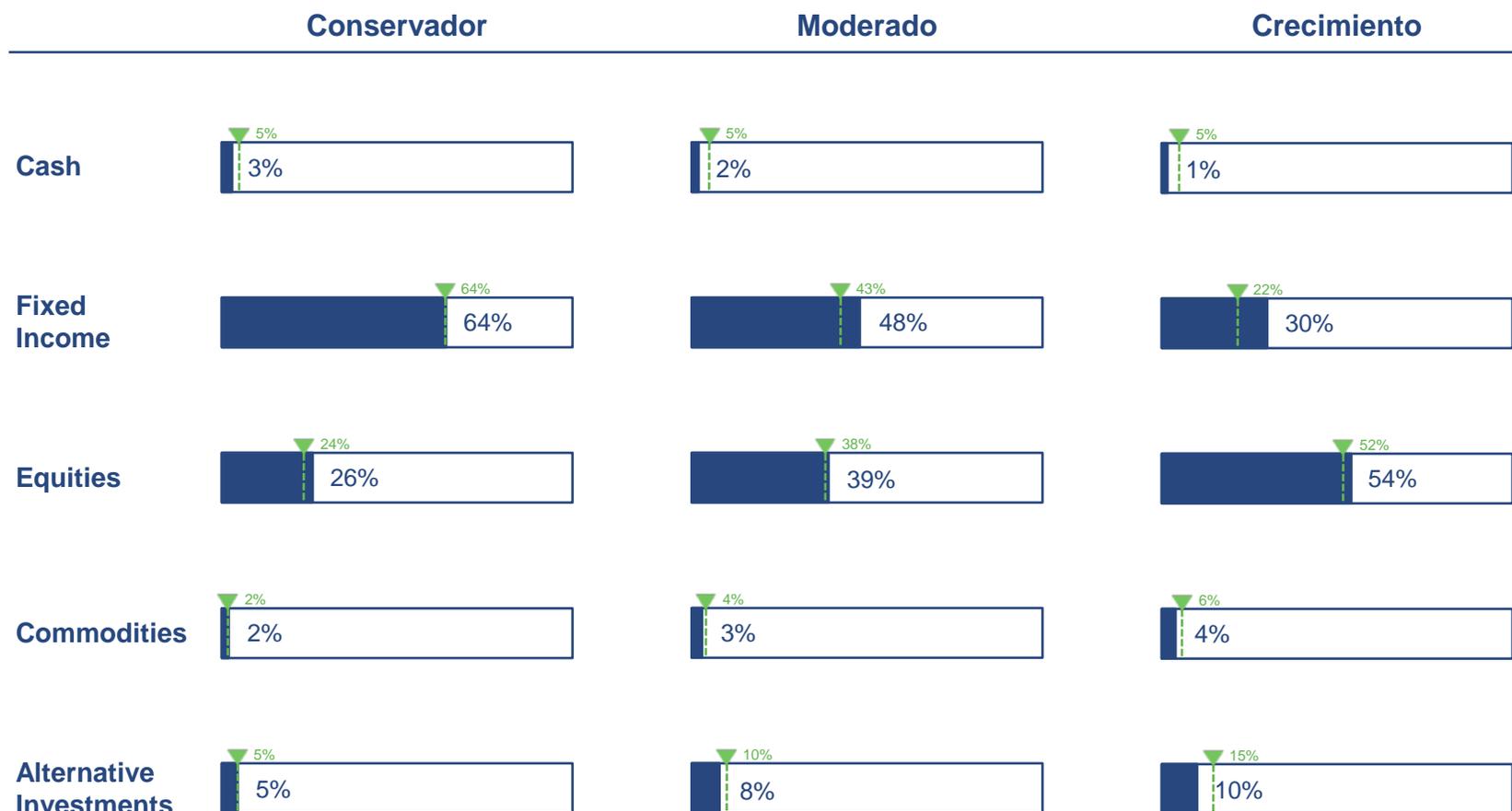


■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Commodities
 ■ Alternative Inv.

Asignación divisas

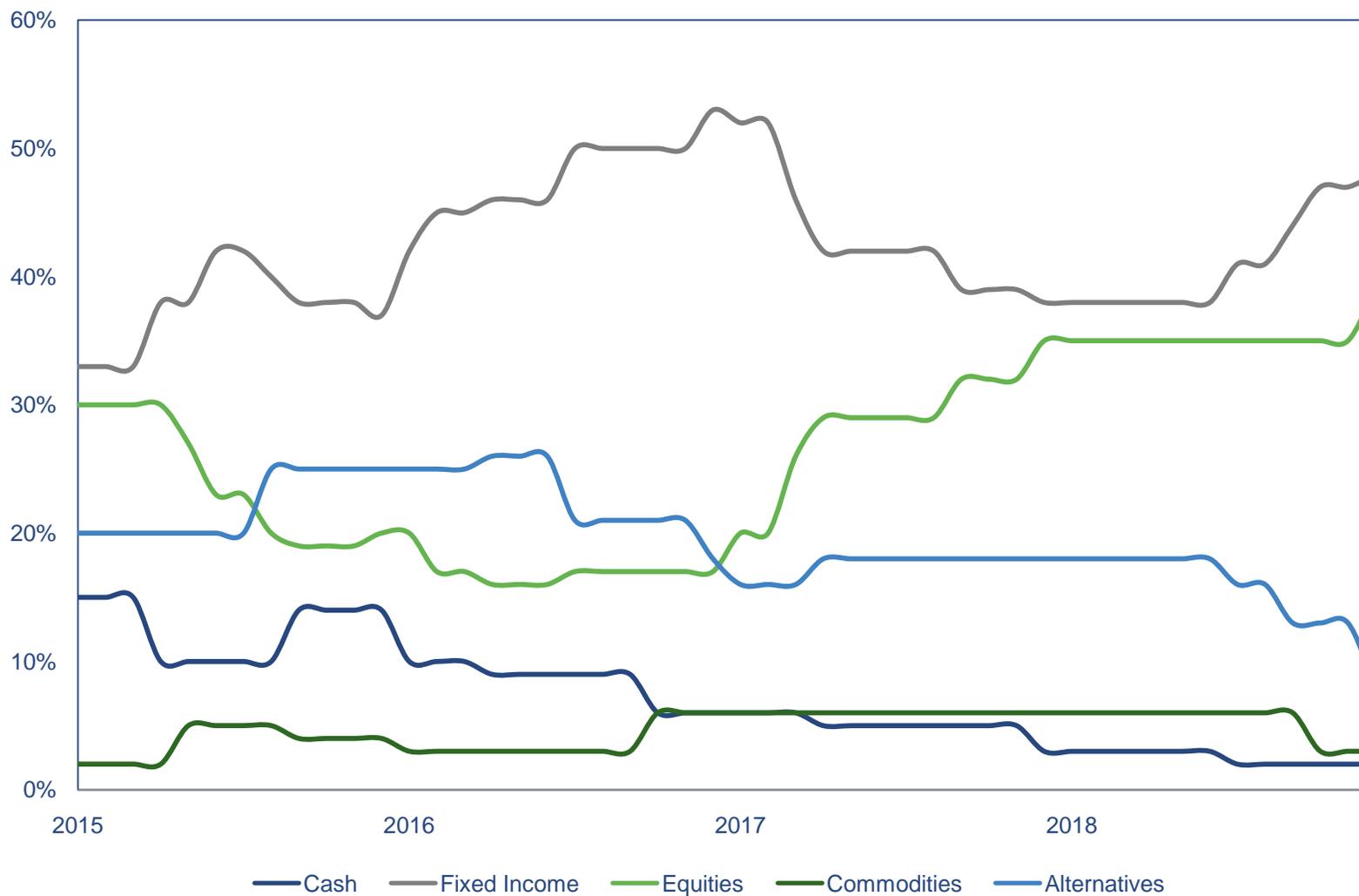


■ USD

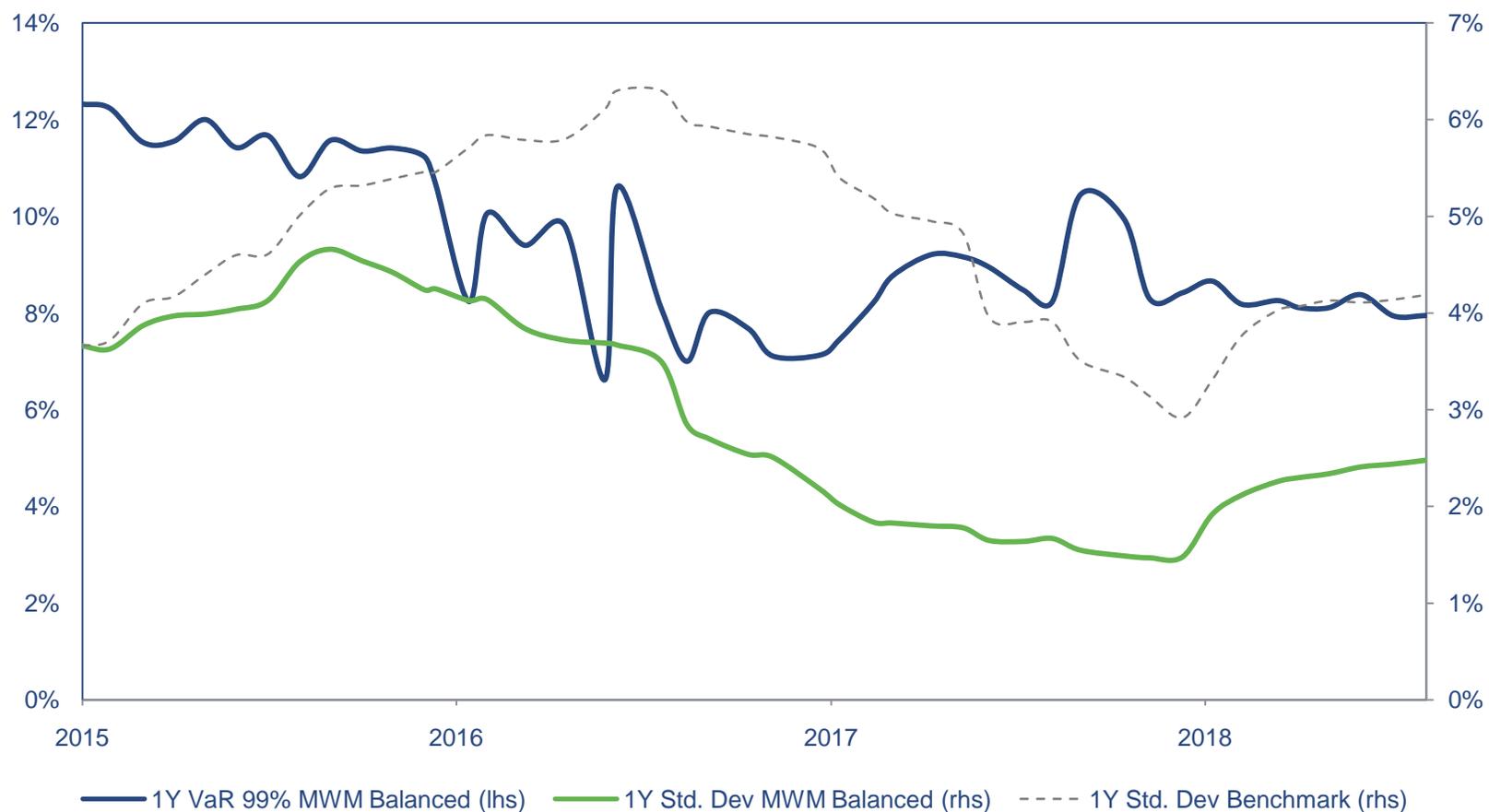


▼ Strategic Asset Allocation

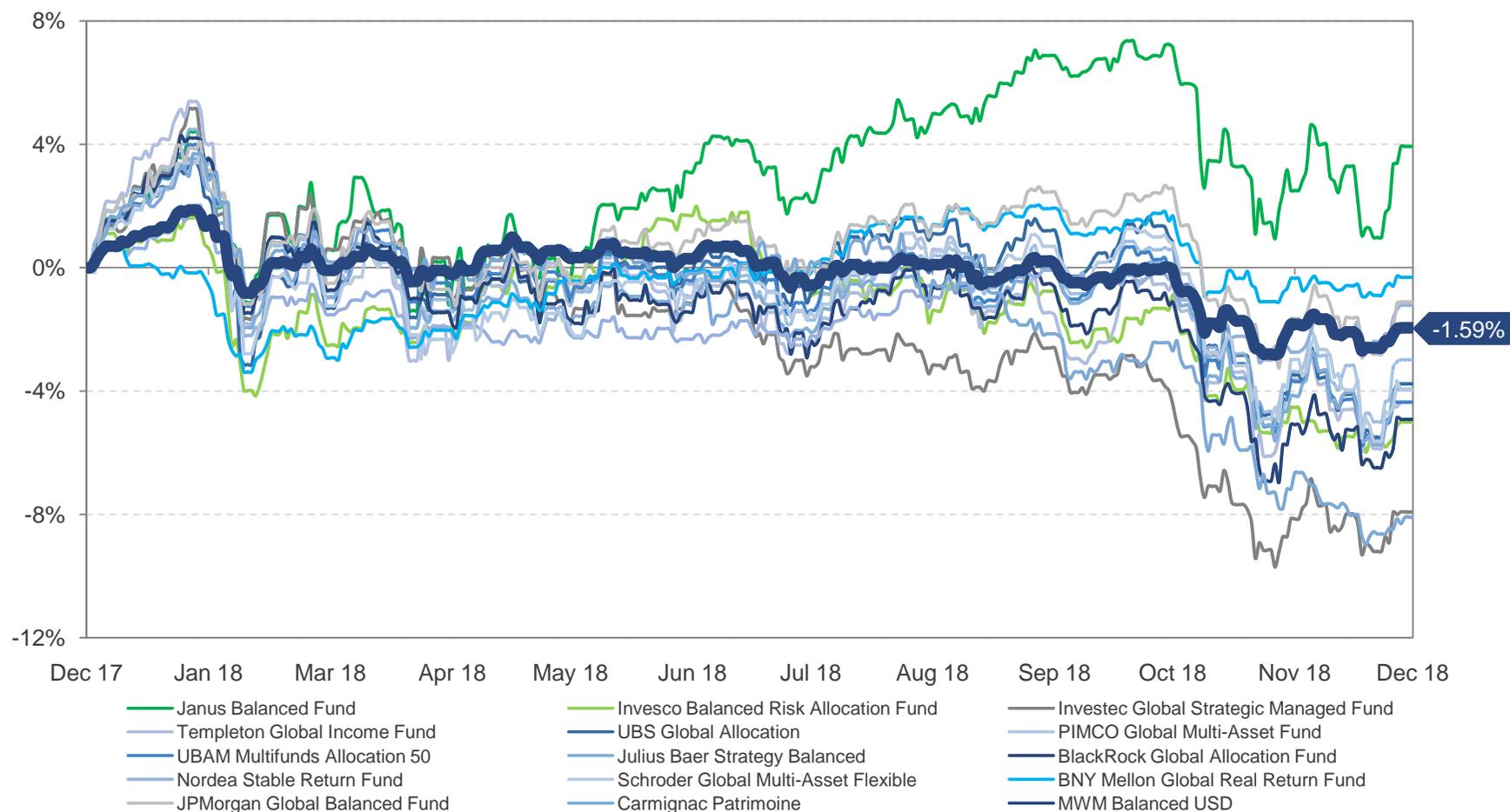
Portafolio Modelo MWM – Asignación de activos



Portafolio Modelo MWM – Evolución VaR y volatilidad



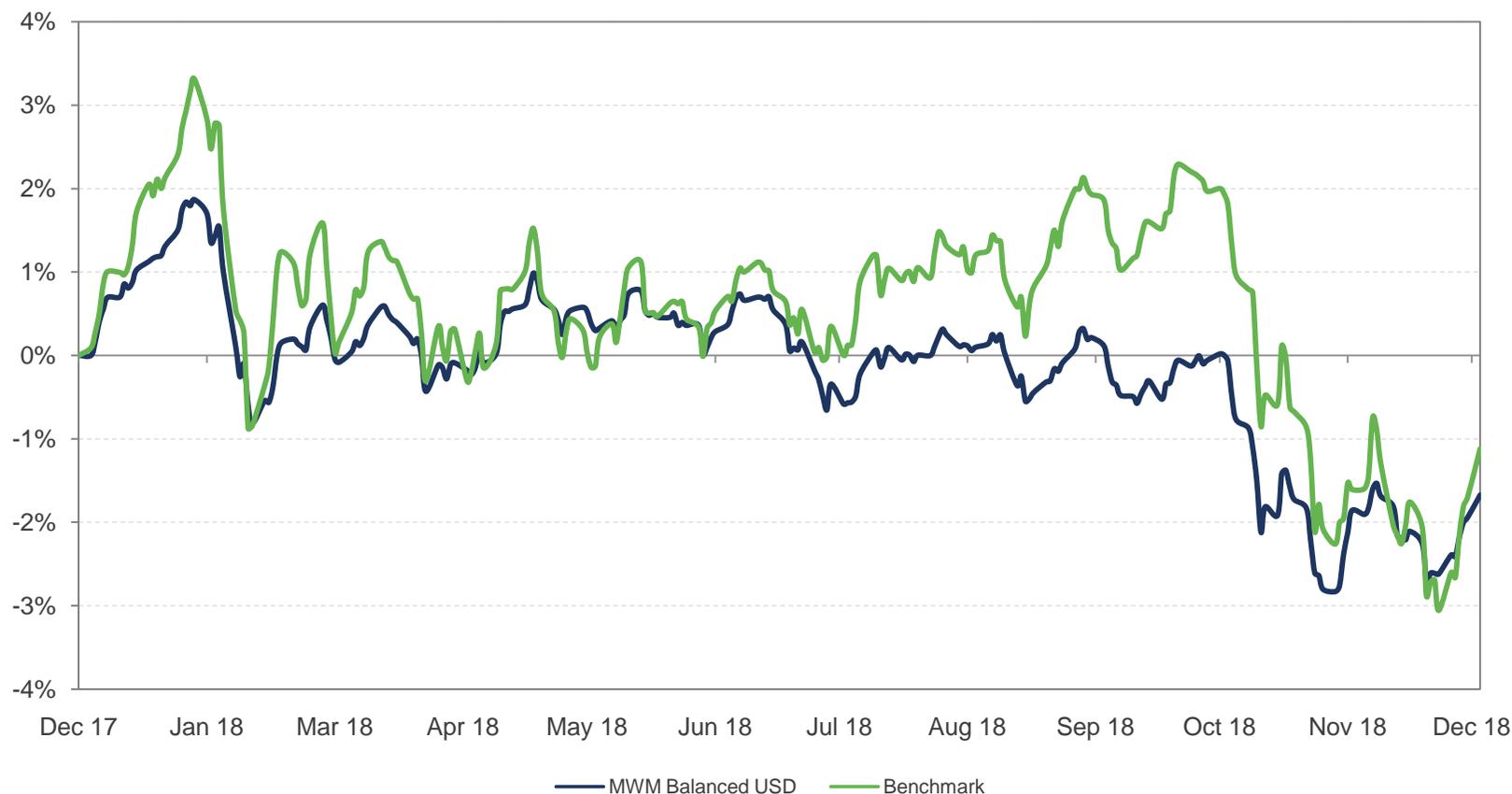
Portafolio Modelo MWM – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta (en el año¹): 5° de 15**
- **Desviación estándar (1 año¹): 1° de 15**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 1° de 15**
- **Sharp Ratio (1 año¹): n/a**

¹ A 3 de diciembre de 2018
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **-1.59%** vs. **-1.12%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **3.01%** vs. **5.09%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **2.33%** vs. **3.89%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **-1.20** vs. **-0.59** Benchmark²

¹ A 3 de diciembre de 2018

² Benchmark = 5% Fed Funds + 43% JPM Global Aggregate Bond Index + 38% MSCI World + 4% S&P GSCI + 10% HFRI FoHF

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad histórica (1)

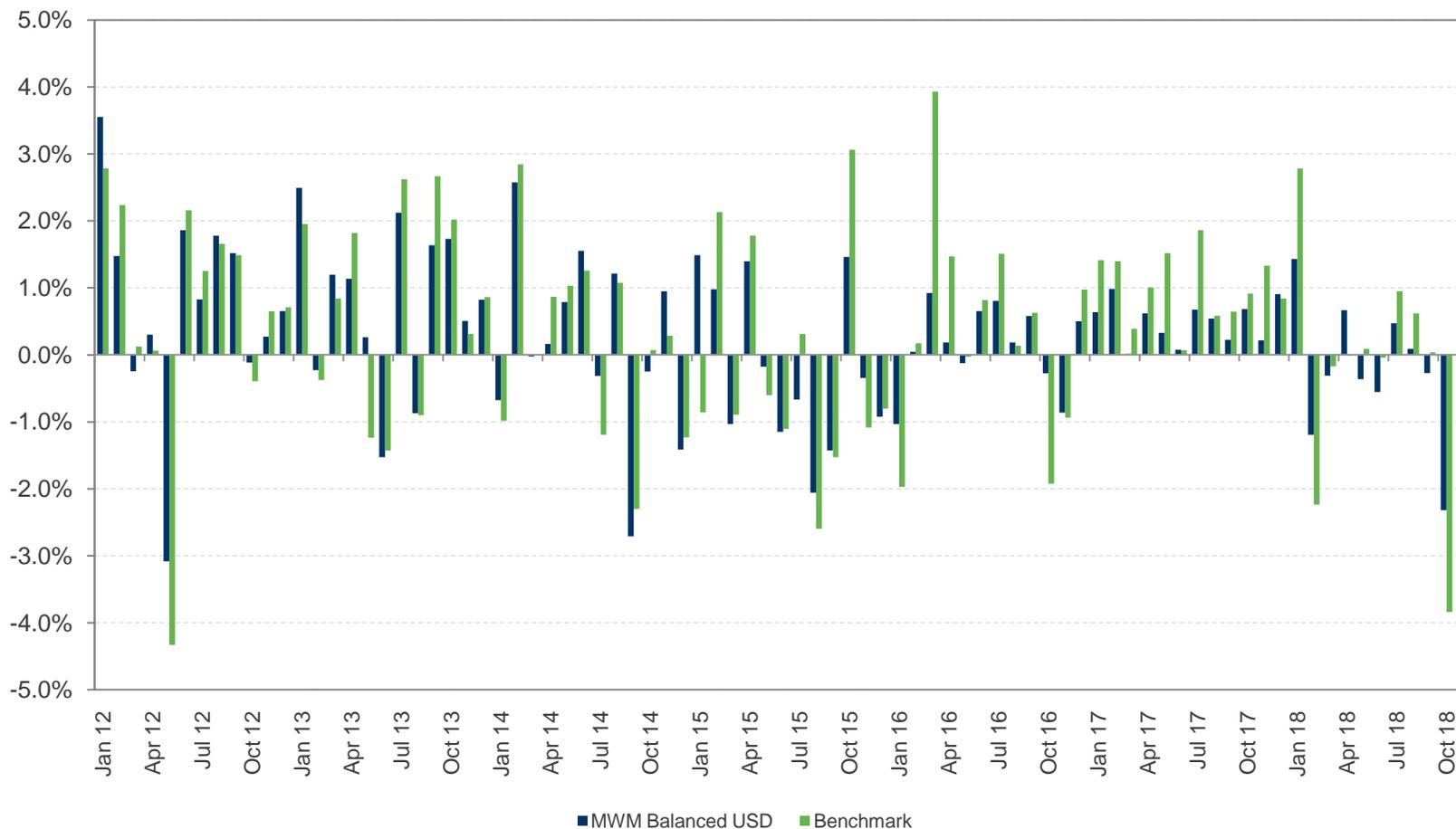


- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): -0.69% vs. 0.22% Benchmark²**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 5.26% vs. 16.06% Benchmark²**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012¹): 25.66% vs. 37.52% Benchmark²**

¹ A 3 de diciembre de 2018

² Benchmark = 5% Fed Funds + 43% JPM Global Aggregate Bond Index + 38% MSCI World + 4% S&P GSCI + 10% HFRI FoHF

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad histórica (2)



- **Desviación estándar (1 año¹): 2.93% vs. 4.94% Benchmark²**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 2.28% vs. 3.79% Benchmark²**
- **Sharp Ratio (1 año¹): -0.86 vs. -0.40 Benchmark²**
- **Var 95% - 1day (1 año¹): -0.34% vs. -0.52% Benchmark²**

¹ A 3 de diciembre de 2018

² Benchmark = 5% Fed Funds + 43% JPM Global Aggregate Bond Index + 38% MSCI World + 4% S&P GSCI + 10% HFRI FoHF

This document is for information purposes only and does not constitute, and may not be construed as, a recommendation, offer or solicitation to buy or sell any securities and/or assets mentioned herein. Nor may the information contained herein be considered as definitive, because it is subject to unforeseeable changes and amendments.

Past performance does not guarantee future performance, and none of the information is intended to suggest that any of the returns set forth herein will be obtained in the future.

The fact that MWM can provide information regarding the status, development, evaluation, etc. in relation to markets or specific assets cannot be construed as a commitment or guarantee of performance; and MWM does not assume any liability for the performance of these assets or markets.

Data on investment stocks, their yields and other characteristics are based on or derived from information from reliable sources, which are generally available to the general public, and do not represent a commitment, warranty or liability of MWM.